

社会资本、关联方交易与利益输送

——基于区域社会规范和社会关系的考察

孟 为，郭雪萌

(北京交通大学经济管理学院，北京 100044)

摘 要：本文基于社会认同和信息理论，以2009年~2014年我国A股上市公司为样本，研究上市公司所在区域社会资本与大股东利益输送之间的关系。研究发现：社会资本可有效抑制大股东掏空，两者关系在较差的信息环境中表现更为明显。社会资本促进了处于财务困境的上市公司大股东向其提供关联抵押担保以度过难关。进一步的研究表明，关联方与上市公司处于同一地区加剧了“掏空”，高社会资本区域企业的滞后期应计项目盈余管理与“支持”显著正相关。社会资本作为一项重要的非正式制度可有效保护外部投资者利益，为上市公司改善内外部治理、建立外部中小股东的利益保障机制提供参考。

关键词：社会资本；利益输送；关联方交易

中图分类号：F275.1 **文献标识码：**A **文章编号：**1004-4892(2017)01-0067-10

一、引 言

代理问题是公司治理研究中较为突出的问题，在我国的产权安排和制度背景下，成立企业集团和所有权集中成为补充相对不太完善的法律制度的主要自保方式。控股股东通过向上市公司指派管理者、交叉持股以及金字塔结构等方式获得上市公司的超额控制权(La Porta et al., 2000)^[1]，由此产生的控股股东利益攫取受到普遍关注(郑国坚等，2013)^[2]。2013年新“国九条”(国办发[2013]110号)及2014年《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》加大了对利用关联交易侵占公司利益的监管力度。然而，具有我国特色的股权集中、家族控股以及国有股、法人股的上市公司产权特征为大股东掏空提供掩护，上市规则中对ST、暂停及终止上市的规定促使控股股东为保住壳资源，实施为上市公司提供债务豁免、直接资产注入、低于市场价格的关联商品交易等支持措施。

“社会资本”在Coleman(1988)研究之后被广泛用于经济学、心理学、管理学的研究中，视角贯穿企业慈善、公民社会准则、企业及高管之间关系、企业与第三方的信任及社会联系、董事会社会关系、宗教信仰等方面^[3]。Woolcock(2001)将社会资本定义为“促进共同行动的规范和网络”^[4]。前者可被理解为共享相互信任、履行责任、非利己主义等社会价值观的道德准则，而社会网络是指为达到利益需求建立并维持的社会关系。近年来的研究表明社会资本可以完善企业投融资

收稿日期：2016-04-14

基金项目：中央高校基本科研业务费专项(2015YJS097)

作者简介：孟为(1991-)，女，山东聊城人，北京交通大学经济管理学院博士生；郭雪萌(1966-)，女，北京市人，北京交通大学经济管理学院教授，博士。

系统(Hu and Liu, 2015; Schmidt, 2015)^{[5][6]}, 增加企业价值, 促进信息流通并提高监管质量(Engelberg et al., 2012)^[7], 提升企业创新能力(Knack and Keefer, 1997)^[8], 促进经济增长(Helliwell and Putman, 1995; Helliwell, 1996)^{[9][10]}。在微观企业层面, 处于高社会资本区域的公司财务报告质量较好(Jha, 2013)^[11]; 审计收费、审计质量、诉讼风险与社会资本多寡也有密切联系(Jha and Chen, 2015)^[12]。高信任的组织间关系减少了财务报告重述(Garrett et al., 2014)^[13]。在欧亚国家普遍集中股权的上市公司, 外部中小股东利益保障机制虽逐步完善, 但监管部门并无有效惩罚措施抑制大股东不端行为, 控股股东不致力于提升公司业绩、获得股权转让收益, 攫取私人利益的动机较强。关联方交易是控股股东侵占中小股东利益或为财务困境企业提供援助的重要利益输送途径, 控股股东是否以及从多大程度上通过关联关系转移上市公司资源, 受到包括信任关系在内的社会规范因素的影响。与此同时, 企业间关联关系又与社会网络密不可分, 对关联交易起到助推作用, 还是会因其与关联方共同的利他责任观对控股股东利益输送起到抑制作用有待求证。

本文从社会资本这一概念出发, 认为社会资本是将社会结构代入微观行为的纽带, 在企业与个人决策中起到不可或缺的作用, 创新地探讨了控股股东通过关联交易实施的掏空和输送是否受到区域社会规范、关系影响, 在社会认同和信息理论基础上, 以A股上市公司为样本探索社会资本与企业行为关系, 扩充了现有文献对利益输送影响因素和社会资本经济后果的研究。

二、文献综述与假设提出

(一) 社会资本与利益输送文献综述

很多学者把信任、社会规范、社会关系应用于社会资本定义中, Knack and Keefer(1997)以信任和公民合作定义社会资本^[8]。Laursen et al. (2012)^[14]、Jha(2013)^[11]、Jha and Chen(2015)^[12]均沿用Woolcock(2001)^[4]对社会资本的定义, 肯定了规范和关系是社会资本的重要组成。结合前人研究, 本文将社会资本定义为: 能够为组织或个人带来外部效益的资本, 可通过信任、共同价值规范达到, 且信任关系和价值观来源于社会网络关系和相似的组织行为。即网络联系促进相互合作及信任, 同时共同的社会价值观易于建立网络关系, 继承又扩充了Helliwell and Putman(1995)、Berglund and Kang(2013)等对社会资本的定义^{[9][15]}。

我国上市公司的基本特征为股权集中, 2003年以来上市公司国有股比例逐年降低, 但大股东持股均值仍保持35%以上, 为利益输送提供有利条件。另外, 外部市场发展不完善时企业间交易成本大于内部协调成本, 集团成立有助于提高效率。集中股权和企业集团导致代理问题主要表现为控股股东和中小股东的利益冲突, 控股股东两权分离会引发直接占用公司资产以及集团关联方之间的异常利益转移, 使公司用于改善经营的财务资源减少, 甚至导致公司陷入财务困境。虽然控股股东在持股数量达到一定程度后, 可能会追求提升企业整体价值以及与其他股东共享收益, 但其利益攫取行为降低了信息透明度及盈余质量, 又为利益输送提供了掩护(佟岩、王化成, 2007)^[16]。1998年起证监会规定, 连续2年亏损上市公司将被ST, 且面临更苛刻的监管和交易规则。随后规定虽有演化, 但仍影响经历短暂亏损公司的决策。在公司陷入财务困境、无法满足融资管制要求时, 控股股东会为保住壳资源通过大股东或关联方豁免债务、发放红包、关联交易、资产重组等方式对公司进行利益输入, 支持报告盈余、改善业绩(Friedman et al., 2003; 李增泉等, 2005; Jian and Wong, 2010)^{[17][18][19]}。存在同业竞争关系的上市公司盈余操纵更多来源于控股股东通过控制的其他公司间进行的反向支持和利益输送, 这种方式已经成为盈余管理的新途径(陆正飞、王鹏, 2013)^[20]。

我国控股股东内部约束机制尚未健全、市场没有达到纠正其行为的有效程度, 投资者诉讼及行

政监管干预都显得捉襟见肘,机构投资者未对控股股东行为构成实质性影响,也并不存在真正意义上的经理人市场对管理层形成压力,缺少事后法律惩戒、违法成本低,中介结构和证券监管部门均无法真正有效履行监管职能等因素,均可能导致资本市场纠正机制无法改变控股股东行为,所以需要借助其他外部力量来约束大股东行为(刘峰、贺建刚,2004)^[21]。杨松令等(2014)基于社会资本视角研究控股股东关系对经营性关联交易的影响,认为股东关系增强了大股东之间的制衡能力,可减少以关联交易形式进行的利益输送^[22]。关鑫、高闯(2011)认为上市公司控股股东通过动用社会资本和股权控制链进一步增强掏空能力,强化对上市公司的控制权^[23]。上述研究是从股东个人社会资本对利益输送进行研究,得出相反结论,本文认为社会资本对控股股东行为的影响可能来自所处环境,即组织性社会资本。相比股东个人可动用的社会资本,它更直接影响信息环境,从而制约控股股东行为。

(二)假设提出

从信息理论来讲,社会群体中共享社会规范以及信任程度高的个体能更及时且准确地相互理解和交流,甚至是敏感信息的传递,从而促进信息的流通(Guan et al., 2016)^[24]。社会关系深嵌于企业及成员的利益来源中,密切的关系使外部投资者获得公司信息的渠道更多、成本更低。中小股东做出投资决策时会考虑同一社会关系网络中其他投资者的行为,一旦发现自身资产受到侵占或转移就会调整决策以挽回利益。控股股东意欲通过资金占用或关联交易掏空时,会比较其收益和有可能抑制的未来融资。社会关系比社会规范更加具象且直接地影响人们的决策,因此对信息环境的改善作用可能比社会规范更加明显。因此,在社会资本水平较高的区域,上市公司大股东及其委派管理层对其掏空行为有所抑制。

基于社会认同理论,信任促进了包括上市公司大股东、关联方和中小股东在内的大群体内部正面评价的产生,维持外部中小投资者依附于上市公司的利益关系,为大股东实施掏空及关联交易提供便利条件。而个别小群体的共享价值和密切社会关系阻碍了整个社会凝聚力的形成,个体仅仅对自己所在群体有认同心理,阻碍了与其他群体之间的信息交流和规范建立。Fracassi and Tate (2012)等认为企业管理层的外部网络关系会降低企业价值,损害公司治理^[25]。社会资本不仅促进了整个社会中群体之间的关系建立,同时也促进上市公司关联方之间的小群体内部互动,共谋获取私人利益的可能性增加。另外,上市公司与其关联方之间除正式关系外,若处于社会活动频繁、社会参与程度高的区域,往往会促成私人资源的获得和非正常关联交易的形成。因此,在信任程度高以及社会关系密切的区域,代表大股东意愿的管理层可能利用外部中小股东的信任以及信息优势,并寄期望于以后期间归还占用资金而与此同时也不影响之前基于信任和价值观念建立的群体间社会关系,对上市公司资产直接占用或为达到特定经营目标暂时掏空上市公司。基于以上两个方面,本文提出无方向性假设:

H1: 上市公司所在区域社会规范和社会关系水平的高低不影响大股东掏空程度。

为探索社会资本是否通过上市公司信息环境渠道,影响大股东掏空行为,提出以下假设:

H2: 社会资本对大股东掏空的影响在信息透明度较低的上市公司中更明显。

如上文所述,利益输送是盈余管理的手段,而关联交易是利益输送的途径,势必受到证监会对上市公司风险警示、暂停上市和退市制度的影响。控股股东为维持公司上市状态、避免监管和融资限制,在公司处于财务困境时伸出援手,停止或暂缓掏空,向外部中小股东传递其良好的守信承诺。已有研究表明,异常关联交易提升上市公司业绩是为达到目标的应计项目盈余管理的替代手段(Jian and Wong, 2010)^[19],而区域社会资本能有效抑制应计和真实活动盈余管理(Jha, 2013)^[11]。所以此时大股东在上市公司陷入短暂财务危机时选择关联交易支持上市公司而非易被发现的盈余管理。再者,上市公司深陷困境时,更易激发包含所有利益相关者在内的大群体内聚力,此时大股东

选择暂时放弃私人利益,因此社会资本对上市公司控股股东关联交易支持行为的影响,在财务困境的企业中显现出来,提出以下假设:

H3: 在处于财务困境的企业中,区域社会资本与上市公司大股东支持行为正相关。

三、研究设计

(一) 样本选择

本文以 1997~2014 年的深沪 A 股上市公司为基础样本,保留我国股权分置改革前后的所有样本研究上市公司关联交易特征,剔除金融、保险行业和 ST、PT 公司、数据缺失样本,且对所有连续型变量进行 1% 的缩尾处理。在研究社会资本与利益输送关系时,由于社会资本数据可获得性,选择 2009 年~2014 年为研究区间,数据来源在研究变量设计中详细描述。

(二) 主要研究变量

1. 掏空与支持

本文沿用 Gao and Kling(2008)^[26]、姜国华和岳衡(2005)^[27]、Jiang et al. (2010)^[28]的方法,采用上市公司其他应收款占期初总资产比例(TUN)作为非经营性资金占用的衡量指标。本文以关联交易为基础,以 Jian and Wong(2010)等采用的关联交易回归分离出的异常部分作为衡量通过关联交易而产生的支持行为的指标^[19]。

2. 社会资本

由社会资本定义,规范和关系互为基础、相互关联,所以选取两者特征对社会资本进行研究。为稳健起见,本文既参照 Bénabou et al. (2015)等人的做法采用 WVS(世界价值观调查)中分地区数据,同时选取政府工作效率指标衡量社会规范^[29]。本文选取 WVS 中相关的 4 个问题^①进行分析,计算每个问题答案分数的加权平均值,并对 4 个平均值指标进行主成分分析得出衡量社会规范的指标 SN1。由 WVS 的分数定义,每个问题答案分数越高,相互信任程度越差、宗教性越低。经相关性分析,信任指标和三个宗教相关指标均呈显著的负相关关系,说明宗教性越强并不意味着信任程度越高,宗教信仰带来的共享价值观和认同感只存在于信徒内部,个别组织的社会规范可能抑制区域整体规范的共享,对社会整体信任并不推进反而阻碍。SN1 与 3 个宗教相关调查评分显著正相关,与信任程度得分负相关,说明信任程度越高、宗教性水平越低,SN1 值越大。政府效率是促进社会群体中公民合作参与的重要因素,本文将其作为另一衡量指标 SN2:选取《管理观察》杂志发布的《省级政府管理效能排行榜》中省级政府效率标准化指数衡量政府工作效率。本文选取中国互联网络信息中心每年发布的《中国互联网发展研究报告》中对各省区的互联网普及率和中国国家统计局每年《中国统计年鉴》中对社会组织(含社会团体)的数量统计来衡量社会关系。

针对 H3,本文采用针对中国市场的修正 Z-Score,识别陷入财务困境的公司: $Z\text{-Score} = 0.517 - 0.460Lev + 9.320Roa + 0.388Work + 1.158RE$;其中 Lev 为资产负债率, Roa 为总资产报酬率, Work 为营运资本占总资产比例, RE 为留存收益。本文将上年度 Z-Score 为负值的公司定义为本年度财务困境公司, FD 取 1, 否则为 0。根据以往利益输送相关研究,选取公司治理、股东特征、公司特征等控制变量,所有变量解释如表 1 所示。

① 4 个问题分别为“一般来说,您认为大多数人是可信的,还是和人相处要越小心越好?”、“您觉得宗教在您的生活中是很重要、重要、不太重要,还是很不重要?”、“不管您是否参加宗教仪式,您觉得自己是有宗教信仰的人吗?”、“您多长时间参加一次宗教仪式?”上述问题贯穿我国 5 次调查,本文仅对 2007 年和 2012 年数据研究,采用线性内插法取其他年份数据。WVS 调查问卷对每个问题的答案都进行不同程度的评分,限于篇幅未列出,具体可向作者索取。

表 1 研究变量解释

变 量		衡量方法
因变量	Tunneling	TUN:上市公司其他应收款占期初总资产比例
	Propping	PROP1:关联商品销售回归分离出的异常部分
		PROP2:接受关联抵押担保回归分离出的异常部分
解释变量	社会规范	SN1 采用主成分分析法得出的社会资本分数(信任和宗教性)
		SN2 省级政府工作效率
	社会关系	ST1 省级互联网普及率
		ST2 省级每万人社会组织(含社会团体)的数量(社会组织/年末常住人口)
控制变量	AN	分析师跟踪数量
	FD	Altman et al. (2007) 中国场所采用的修正 Z-Score, 上年度为负值的公司本年度 FD 为 1
	Top1	上市公司第一大股东持股比例
	Her5	上市公司前五大股东的赫芬达指数
	State	若上市公司为国有企业取 1, 否则为 0
	NLTG	国有控股股东持有的非流通股比例 = 未流通国有股/股本总数
	Size	公司总资产的对数值。
	Lev	公司负债合计/资产总计
	Roe	公司净资产收益率
	M/B	市值账面比 = 公司 A、B 股市值总额/资产总计
	Age	公司上市年限的自然对数值
	Dual	CEO 与董事长两职合一取 1, 否则为 0
	Opinion	企业上年度审计意见, 标准无保留意见取 0, 否则取 1

(三) 模型设计

1. 关联交易

本文统计的关联交易数据来自 CSMAR 中国上市公司关联交易研究数据库, 包括各上市公司 1997~2015 年发生的全部关联交易, 其中发生频率最高的关联方是与上市公司受同一母公司控制的企业、上市公司母公司、子公司等。以交易类型划分共为 17 类, 其中担保抵押、商品交易、提供或接受劳务类关联交易发生概率之和达到 73.12%。为衡量股东向上市公司利益支持, 选取关联方为与上市公司受同一母公司控制的企业、母公司、子公司的关联交易。为使检验更具说明力以及支持行为衡量的方向性, 本文选取交易事项发生频率和金额均较高的上市公司处于买方的担保抵押、上市公司处于卖方的商品交易。剔除非人民币交易及缺失值、删除金融类企业、保留上述三种关联方以及商品交易、担保抵押类交易后, 剩余 1997 年~2015 年间的 217144 笔交易。其中, 与母公司之间关联交易以接受母公司抵押担保最频繁, 但为母公司提供抵押担保的金额最大; 与关联子公司交易中向子公司提供抵押担保发生次数最多; 上市公司与受同一企业控制的公司之间关联交易以商品交易为主要方式。

本文参考 Jian and Wong(2010)^[19], 采用 OLS 回归将与公司规模、资产负债率、增长能力、国有非流通股以及行业、年度效应有关的可预计部分分离, 残差作为衡量上市公司通过关联交易接受利益输送即支持程度。关联交易分类后分别回归得出残差, 为保持结果合理性, 回归前删除数据中关联交易金额为负的观察值, 结果如表 2。与前人研究类似 Size 与关联购买显著正相关, 而与向关联公司提供、接受抵押担保负相关。Lev 与关联商品交易负相关, 与提供和接受关联企业抵押担保正相关, 说明违法成本以及以审计费用为代表的一致性成本越高, 企业通过关联商品交易获得的额外资助越少; 关联公司会通过抵押担保向上市公司输入资金以便维持其上市状态。NLTG 与关联商品交易显著正相关, 而非流通股股东不愿意其向其他关联企业提供抵押担保。为保持稳健性, 本文对上市公司关联方分类——母公司、子公司、同一母公司控制的其他企业, 使用此方法分别分离出

异常交易，结果类似。^①

表 2 异常关联交易回归

交易类型	关联商品交易		关联抵押担保	
	关联销售	关联购买	提供	接受
Size	0.001 (0.49)	0.008 *** (4.54)	-0.022 *** (-4.46)	-0.048 *** (-10.95)
Lev	-0.012 (-1.19)	-0.018 * (-1.74)	0.160 *** (5.94)	0.253 *** (10.24)
M/B	0.008 *** (4.57)	-0.001 (-0.55)	-0.004 (-0.74)	-0.004 (-0.95)
NLTG	0.080 *** (10.11)	0.067 *** (7.94)	-0.127 *** (-4.87)	-0.002 (-0.10)
行业/年度	控制	控制	控制	控制
Adj-R ²	0.038	0.037	0.098	0.081
F	12.709	12.304	25.868	22.877
N	8628	8446	7091	7728

注：***、**、* 分别表示1%、5%和10%的显著性水平。下同。

2. 模型设定

为验证假 H1，将回归方程定义为：

$$TUN = f(\alpha, \text{Social Capital}, \text{Controls}, \text{Industry}, \text{Year}) \quad (1)$$

为验证假 H2，引入表示信息环境的表征变量，将回归方程定义为：

$$TUN = f(\alpha, \text{Social Capital}, AN, \text{Social Capital} \times AN, \text{Controls}, \text{Industry}, \text{Year}) \quad (2)$$

为验证陷入财务困境的公司中，区域社会资本是否会促使控股股东通过关联交易实施支持行为的作用，将回归模型定义为：

$$PROP = f(\alpha, \text{Social Capital}, FD, \text{Social Capital} \times FD, \text{Controls}, \text{Industry}, \text{Year}) \quad (3)$$

四、实证结果分析

(一) 社会资本与掏空

为检验 H1，本文建立了大股东掏空与规范和关系之间的回归模型，为避免异方差问题和个体时间特征，本文均采用公司水平的聚类稳健标准差。结果如表 3 所示，(1)~(4)列分别是信任程度、政府效率、互联网普及率以及单位社会团体数量和大股东掏空的关系。从各模型结果来看，社会信任程度对大股东掏空并无显著影响，首先可能因为 WVS 调查样本选择导致结果存在误差；再者，高信任区域使大股东和关联方小群体利用强信任环境提高占用，而信任同时促进社会关系的建立，减少交易信息搜集成本，又抑制了大股东的掠夺行为；最后，由于宗教性较强省份的公民群体价值观共享程度低，上市公司及管理者的决策可能受到信仰约束并带有地域特色，此时信任和宗教信仰对上市公司的影响不仅取决于正式制度和经济因素，同时也可能取决于其对文化背景和社会因素的依赖程度。以地方政府效率为衡量指标的社会规范、两个社会关系变量均与大股东掏空显著负相关。说明高效率政府工作是促进公民合作的重要来源，并为中小股东提供稳定的心理预期，大股东为避免高水平公民参与度和信息共享提高带来的负面效应而减少机会主义。另外，处于社会网络之中的企业是各利益相关方联系的纽带，在社会关系紧密且社交活动频繁的地区，外部中小股东以

① 上文关联交易基本描述性统计结果及按照关联方分类后的回归结果限于篇幅未列示，作者备案。

及诸如分析师的第三方搜集信息的成本低,大股东及其代表管理层为维持声誉及未来持续融资将减少掏空。另外,控制变量的系数结果符合预期^①,与 Jiang et al. (2010)的结论一致^[28]。

为进一步分析信息环境在社会资本与大股东掏空关系中的作用,(5)~(8)列引入上市公司分析师跟踪数量及其与社会资本的交叉变量。此时政府工作效率、互联网普及率和单位社会组织数量均与大股东掏空负相关,与分析师跟踪数量的交叉项均为正,说明外部信息环境较好时,社会资本的约束作用较小,社会资本对大股东掏空的抑制作用在信息透明度较低时更明显。此时,信任程度较高且宗教信仰程度较低地区的上市公司大股东掏空程度更高,但外部信息环境的改善可以在一定程度上抑制掏空行为。综上,信息环境较好时,社会资本降低信息搜集成本的作用并不明显,限制了对大股东资金占用的抑制作用。

表3 社会资本、信息环境与上市公司大股东掏空之间关系

变量	(1) TUN	(2) TUN	(3) TUN	(4) TUN	(5) TUN	(6) TUN	(7) TUN	(8) TUN
	SN1	SN2	ST1	ST2	SN1	SN2	ST1	ST2
Social Capital	0.006 (0.55)	-0.121 *** (-2.77)	-0.163 ** (-2.12)	-0.022 ** (-2.08)	0.033 ** (2.00)	-0.135 ** (-2.32)	-0.355 *** (-3.26)	-0.022 ** (-2.08)
AN					0.001 *** (3.43)	0.001 ** (2.11)	-0.001 (-1.56)	0.002 *** (2.91)
AN * Social Capital					-0.001 *** (-2.61)	0.001 (0.31)	0.003 *** (2.81)	0.003 ** (2.28)
控制变量/行业/年度	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
R ²	0.140	0.141	0.140	0.151	0.141	0.140	0.141	0.153
Adj - R ²	0.136	0.137	0.136	0.147	0.136	0.134	0.136	0.147
N	7513	6405	7638	5950	5798	4879	5893	4640

(二) 社会资本、财务困境与支持

为验证 H3 社会资本对处于财务困境的上市公司大股东支持行为的作用,本文采用模型(3)进行分析。表4中(1)~(4)的因变量为通过关联销售的支持程度,(5)~(8)为接受关联公司异常抵押担保。在对 PROP1 的分析中,未得到社会资本与大股东支持之间的明确关系:在非财务困境公司中,较高信任程度地区的上市公司,大股东通过关联商品销售的支持程度越高;但是政府工作效

表4 社会资本、财务状况与上市公司大股东支持之间关系

变量	(1) PROP1	(2) PROP1	(3) PROP1	(4) PROP1	(5) PROP2	(6) PROP2	(7) PROP2	(8) PROP2
	SN1	SN2	ST1	ST2	SN1	SN2	ST1	ST2
FD	-0.003 *** (-4.36)	-0.003 *** (-3.93)	-0.003 *** (-3.94)	-0.003 *** (-4.27)	0.002 *** (6.56)	0.002 *** (6.48)	0.002 *** (6.60)	0.002 *** (6.71)
Social Capital	0.062 * (1.71)	-0.080 ** (-2.28)	-0.126 *** (-3.90)	0.011 (0.26)	-0.153 *** (-3.87)	-0.040 (-1.04)	-0.068 * (-1.93)	-0.113 *** (-2.78)
Social Capital * FD	0.054 (0.52)	0.109 (0.89)	0.105 (0.91)	0.020 (0.22)	0.260 *** (2.62)	0.132 (1.27)	0.265 ** (2.25)	0.316 *** (3.02)
控制变量/年度/行业	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制	控制
Adj - R ²	0.039	0.040	0.042	0.038	0.031	0.026	0.027	0.030
N	3697	3697	3697	3697	3685	3685	3685	3685

① 控制变量回归结果限于篇幅未列示,作者备索。

率和互联网普及率与异常关联销售负相关。财务困境与社会资本的交叉变量系数均不显著，社会资本对处于财务困境中的上市公司大股东关联商品销售的作用不明显。PROP2 的检验中加入社会资本的变量后，处于非财务困境的上市公司，社会资本均与大股东的支持行为呈负向关系（只有 SN2 系数不显著），说明社会资本一定程度上抑制了大股东通过担保抵押进行的利益输送，而社会资本与财务困境的交叉变量均为正，与假设 3 的预期一致：社会资本促进处于财务困境上市公司的大股东实施支持行为。

五、稳健性及扩展检验

（一）社会资本、信息环境与大股东支持

为验证陷入财务困境的公司中，区域社会资本与大股东支持行为关系研究结果的可靠性，在稳健性检验中，以分析师跟踪数量为信息环境因素分组，分别探究不同信息环境下社会资本在促进大股东支持行为中发挥的作用。结果可以看出^①，在透明的信息环境中，社会资本促进陷入财务困境的公司大股东支持行为的回归系数更显著，回归结果在控制个体固定效应后未变化。说明信息不对称程度较低时，信任和社会参与程度较高以及密切的社会关系会促使陷入财务困境的上市公司大股东实施支持。此时包括外部利益相关者在内大群体内聚力更强，大股东为满足机构及个体投资者的盈余预期，通过提供抵押担保的形式，助其度过难关。

（二）关联公司所在地、社会关系与大股东掏空

企业及其内部管理层之间、与外部的信息交流除正式渠道之外，还有非正式的社交关系。处于较近区域的交易双方有更多机会变成熟人或朋友，易于维持关系、形成小范围群体，从而对社会关系与大股东掏空之间的关系造成影响。为验证该假设，本文搜集 CSMAR 关联交易数据库中关联方所在地，手工填补缺失，采用关联方与上市公司处于同一省份的比例作为关联方所在地的衡量指标 ADD。在社会关系与大股东掏空研究的基础上，加入 ADD 及与社会关系的交叉项，结果显示，若关联方与上市公司处于同一地区，“掏空”程度越强；交叉项系数均显著为正，说明关联方处于同一地区会减弱社会资本对资金占用的抑制作用。因此同一地区的关联公司之间有更多非正式渠道沟通信息，在促进集团组织内部关系密切程度提升的同时不利于整个社会凝聚力和大群体认同感的形成，为大股东通过生产经营活动实施掏空、掩盖资金占用提供便利条件，从而降低外部社会关系对大股东掏空的抑制作用。

（三）盈余管理、社会资本与大股东支持

以往研究表明，通过异常关联交易进行支持是上市公司为达到盈余目标的应计项目盈余管理的替代手段（Jian and Wong, 2010）^[19]。本部分根据修正 Jones 模型估计应计项目盈余管理程度，探讨盈余管理与大股东支持之间的关系。将滞后期操纵性应计纳入社会资本与“支持”的关系检验中看出，上年度进行正向盈余管理程度较高的企业通过关联抵押担保支持程度提升，在社会资本较高的区域更明显。为达到盈余目标或监管要求，管理层可实施以应计或现金流为基础的管理活动，而可能更愿选择实际现金流增加的真实管理活动，以避免审计师和监管者的注意和审查。而社会资本抑制了上市公司盈余管理程度（Jha, 2013）^[11]，因此为达到特定目标，避免被 ST 或暂停上市，高社会资本区域的公司大股东支持程度更高。

① 稳健性检验结果限于篇幅未列示，作者备案。

六、结论与启示

本文以深沪两市 A 股上市公司为样本, 检验各省份社会规范和社会关系对大股东利益输送的影响, 并讨论了信息环境、关联公司所在地以及盈余管理的调节作用。基于 WVS 调查数据构建区域信任程度, 与省级政府工作效率作为社会规范指标, 以互联网普及率和社会组织数量衡量社会关系, 结论认为社会资本可有效抑制掏空, 且在较差的信息环境中表现更为明显, 说明社会资本有助于信息搜集, 可以部分解释两者关系。在社会资本与支持的关系研究中, 本文采用关联商品销售以及接受关联方抵押担保两种交易类型衡量支持程度。结论认为, 相对于采用关联销售注入资金, 处于财务困境的上市公司大股东更倾向于向其提供抵押担保助其度过难关。进一步检验发现上市公司与其关联方处于同一地区会减弱社会资本对掏空的抑制作用, 高社会资本的上市公司滞后期应计项目盈余管理提升了大股东支持。

由于监管疏漏及股权特征, 上市公司大股东侵占外部中小股东利益; 为达到保壳或之后期间的利益侵占等原因利用关联交易短暂支持上市公司的现象屡见不鲜。本文研究证实了社会资本这一非正式制度对企业经济决策的作用, 扩展了上市公司大股东利益输送影响因素的研究范围。社会参与度有利于资本市场信息环境的改善, 约束机会主义行为, 促使大股东与管理层保护外部中小投资者利益。再者, 从社会认同理论出发, 社会整体的群体认同感有助于遏制大股东机会主义行为, 而小范围的群体共享规范和社会关系不利于整个社会凝聚力的提高, 公司内部人利用信息优势和外部人信任, 会为达到小群体利益目标损害其他利益相关者。需要说明的是, 本文对信任、宗教信仰与利益输送之间的关系未得出一致的结论, 在信任的衡量、群体的划分和利益冲突的明确以及实证分析中都需要进一步完善, 如何选取更为合理的指标衡量社会资本也是今后进一步研究的方向。

参考文献:

- [1] La Porta, R, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. Vishny. Investor protection and corporate governance [J]. Journal of Financial Economics, 2000, 58(1-2): 3-27.
- [2] 郑国坚, 林东杰, 张飞达. 大股东财务困境、掏空与公司治理的有效性——来自大股东财务数据的证据 [J]. 管理世界, 2013, (5): 157-168.
- [3] Coleman, J. S. Social capital in the creation of human capital [J]. American Journal of Sociology, 1988, 94: 95-120.
- [4] Woolcock, M. The place of social capital in understanding social and economic outcomes [J]. Canadian Journal of Policy Research, 2001, 2(1): 11-17.
- [5] Hu, C and Y. Liu. Valuing Diversity: CEOs' career experiences and corporate investment [J]. Journal of Corporate Finance, 2015, 30: 11-31.
- [6] Schmidt, B. Costs and benefits of friendly boards during mergers and acquisitions [J]. Journal of Financial Economics, 2015, 117(2): 424-447.
- [7] Engelberg, J, P. Gao and C. A. Parsons. Friends with money [J]. Journal of Financial Economics, 2012, 103(1): 169-188.
- [8] Knack, S and P. Keefer. Does social capital have an economic payoff? A cross-country investigation [J]. Quarterly Journal of Economics, 1997, 112(4): 1251-1288.
- [9] Helliwell, J. F. and R. D. Putman. Economic growth and social capital in Italy [J]. Eastern Economic Journal, 1995, 21(3): 295-307.
- [10] Helliwell, J. F. Economic growth and social capital in Asia [J]. National Bureau of Economic Research, 1996, 1049: 76-95.
- [11] Jha, A. Financial Reports and Social Capital [Z]. Working Paper, Texas A&M International University, 2013.
- [12] Jha, A. and Y. Chen. Audit fees and social capital [J]. The Accounting Review, 2015, 90(2): 611-639.
- [13] Garrett, J., R. Hoiash, and D. F. Prawitt. Trust and financial reporting quality [J]. Journal of Accounting Research, 2014, 52(5): 1087-1125.

- [14] Laursen, K., F. Masciarelli, and A. Prencipe. Regions matter: How localized social capital affects innovation and external knowledge acquisition [J]. *Organization Science*, 2012, 23(1): 177–193.
- [15] Berglund, N. and T. Kang. Does social trust matter in financial reporting? Evidence from audit pricing [J]. *Journal of Accounting Research*, 2013, (12): 119–121.
- [16] 佟岩, 王化成. 关联交易、控制权收益与盈余质量 [J]. *会计研究*, 2007, (4): 75–82.
- [17] Friedman, E., S. Johnson, and T. Mitton. Propping and tunneling [J]. *Journal of Comparative Economics*, 2003, 31(4): 732–750.
- [18] 李增泉, 余谦, 王晓坤. 掏空、支持与并购重组——来自我国上市公司的经验证据 [J]. *经济研究*, 2005, (1): 95–105.
- [19] Jian M. and T. J. Wong. Propping through related party transactions [J]. *Review of Accounting Studies*, 2010, 15(1): 70–105.
- [20] 陆正飞, 王鹏. 同业竞争、盈余管理与控股股东利益输送 [J]. *金融研究*, 2013, (6): 179–192.
- [21] 刘峰, 贺建刚. 股权结构与大股东利益实现方式的选择——中国资本市场利益输送的初步研究 [J]. *中国会计评论*, 2004, (6): 141–158.
- [22] 杨松令, 王昱茜, 刘亭立. 大股东关系对关联交易的影响——基于社会资本视角 [J]. *现代财经*, 2014, (11): 60–70.
- [23] 关鑫, 高闯. 我国上市公司终极股东的剥夺机理研究: 基于“股权控制链”与“社会资本控制链”的比较 [J]. *南开管理评论*, 2011, (6): 16–24.
- [24] Guan, Y., L. Su, D. Wu and Z. Yang. Do school ties between auditors and client executives influence audit outcomes? [J]. *Journal of Accounting and Economics*, 2016, 61(2–3): 506–525.
- [25] Fracassi, C. and G. Tate. External networking and internal firm governance [J]. *Journal of Finance*, 2012, 67(1): 153–194.
- [26] Gao, L. and G. Kling. Corporate governance and tunneling: Empirical evidence from China [J]. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2008, 16(5): 591–605.
- [27] 姜国华, 岳衡. 大股东占用上市公司资金与上市公司未来回报关系的研究 [J]. *管理世界*, 2005, (9): 119–126.
- [28] Jiang, G., C. M. C. Lee, and H. Yue. Tunneling through intercorporate loans: The China experience [J]. *Journal of Financial Economics*, 2010, 98(1): 1–20.
- [29] Bénabou, R., D. Ticchi, A. Vindigni. Religion and innovation [J]. *American Economic Review: Papers & Proceedings*, 2015, 105(5): 346–351.

Social Capital, Related Party Transactions and Tunneling & Propping ——Evidence from the Exploration on Social Norm and Social Ties of the Provincial Level

MENG Wei, GUO Xuemeng

(School of Economics and Management, Beijing Jiaotong University, Beijing 100044, China)

Abstract: Based on the social identity theory and information theory and using a sample of Chinese listed firms from 2009 to 2014, the paper analyzes the relation between social capital and tunneling & propping by large shareholders. We find that firms with greater amount of social capital are associated with a lower degree of large shareholders' tunneling, especially in conditions of information asymmetry. In addition, the result shows that shareholders prefer to using unexpected loan guarantees to prop listed firms rather than related-party sales among firms which are in financial distress. Several additional tests show that if listed firms and their related parties are located in the same geographical province, the degree of tunneling would be intensified. The earnings management improves the degree of propping in high-social capital province. In conclusion, as an important aspect of informal institution, social capital can restrain the opportunistic behavior of controlling shareholders effectively, as well as protect the interests of the external investors. This paper provides a reference for the public firms to perfect their internal and external governance and build the mechanism to protect minor investors' interest.

Key words: social capital; tunneling and propping; related-party transactions

(责任编辑: 赵 婧)